

*Patryk Dunal*<sup>\*</sup>

## **RYNKOWE METODY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW**

### **1. WPROWADZENIE**

Przedsiębiorstwo jest szczególną formą inwestycji, dlatego inwestorzy powierzający swój kapitał kierownictwu podmiotu gospodarczego oczekują zysku, który z ich punktu widzenia niekiedy jest tożsamy ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa [Micuła 2012: 19–20; Fabozzi 2003: 4–5]. W miarę wzrostu popularności tej formy inwestowania, powstała potrzeba oszacowania wartości przedsiębiorstwa, która w niebagatelny sposób przyczyniła się do rozwoju metod jego wyceny. W Polsce szczególnie mocnym impulsem rozwojowym w tej dziedzinie była przebudowa polskiej gospodarki na przełomie lat 80. i 90. XX w. Zachodzące wówczas zmiany własnościowe oraz restrukturyzacyjne stwarzały konieczność przeprowadzania wycen przedsiębiorstw na szeroką skalę. Obecnie popularność tematyki wyceny przedsiębiorstw stale rośnie – wraz z rozwijającymi się ogólnoswiatowymi tendencjami do fuzji i przejmowania przedsiębiorstw. Celem niniejszej publikacji jest uwypuklenie pewnych niedoskonałości w stosowanej metodyce wyceny przedsiębiorstw na przykładzie metody porównań rynkowych. Realizacji powyższego zamierzenia służy weryfikacja hipotezy stanowiącej, że istnieje stosunkowo duża subiektywność w stosowanej procedurze mnożnikowych metod wyceny przedsiębiorstwa.

### **2. PODSTAWOWE POJĘCIA ZWIĄZANE Z WYCENĄ PRZEDSIĘBIORSTW**

Wartość definiowana jest jako cecha lub zespół cech właściwych osobie lub rzeczy, stanowiących o jej walorach cennych dla ludzi, mogących zaspokoić jakieś ich potrzeby [Nowak 2010: 4].

---

<sup>\*</sup> Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

Wartość jest pojęciem złożonym i stanowi funkcję wielu zmiennych. Pojęcie wartości ma bardzo wiele znaczeń. Wyróżnia się m. in. wartość: ekonomiczną, w użyciu, właściciela, księgową, odtworzeniową, zamiany (zastąpienia), rynkową, sprawiedliwą, inwestycji, nieodłączną, likwidacyjną, *goodwill*, biznesu w działaniu, kapitalizacji rynkowej, szacunkową, podatkową, zabezpieczenia [Szczęsny 2003: 258]. W innych ujęciach spotyka się wartość decyzyjną, obiektywną, subiektywną, arbitralną, jak również wartość dla akcjonariuszy czy wartość dla klienta.

Również w obszarze tematyki wyceny przedsiębiorstwa istnieje wiele różnych kategorii wartości. Jednakże na potrzeby niniejszego opracowania warto skupić uwagę na kilku zasadniczych jej aspektach, mianowicie [Jaki 2004: 25]:

- wartość przedsiębiorstwa, która oparta jest na wartości nakładów poniesionych na jego stworzenie (wartość historyczna),
- wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa, która opiera się na kategorii wartości użytkowej oraz wynikających z niej korzyści, jako efektów funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- wartość rynkowa przedsiębiorstwa, która wywodzi się z koncepcji wartości naturalnej jako efekt działania popytu i podaży, oraz wartości użytkowej zweryfikowanej przez rynki finansowe i towarowe; wartość ta jest uzależniona od efektywności rynku [Higgins 1989: 157–162].

W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa znaczącą rolę odgrywa wartość rynkowa. Ogólnie odzwierciedla ona najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna–sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, a kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji [Michalski 2001: 10].

Przedstawiona różnorodność definicyjna wartości, a także wielość jej nośników, wynika także z odmiennych podejść do wyceny przedsiębiorstwa.

Wycena to proces polegający na dokonaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji, o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości [Steiger 2008: 3–4].

Przedmiot wyceny – przedsiębiorstwo, według kodeksu cywilnego, to zespół składników majątkowych i niematerialnych przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych [*Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r.*, art. 55]. Wszystkie elementy wymienione w tab. 1 wpływają na wartość przedsiębiorstwa jako efekt procesu wyceny.

Najbardziej uniwersalną klasyfikacją metod wyceny przedsiębiorstwa jest ich podział na dwie podstawowe grupy:

- a) metody nierynkowe – w których głównym źródłem danych są sprawozdania finansowe przedsiębiorstwa, a należą do nich:

– metody majątkowe, w których oszacowaniu podlega wartość majątkowa, rozumiana jako suma nakładów pracy, pieniędzy i środków rzeczowych na utworzenie przedsiębiorstwa [Fernandez 2004: 3–6],

– metody dochodowe, w których oszacowaniu podlega wartość dochodowa, rozumiana jako suma dochodów, jakie można uzyskać z eksploatacji przedsiębiorstwa w danym okresie,

– metody mieszane, w których oszacowaniu podlega wartość mieszana, rozumiana jako wypadkowa czy też średnia arytmetyczna (zwykła, ważona) wartości majątkowej i dochodowej [Nowak 2010: 14].

b) metody rynkowe – zwane mnożnikowymi, oparte są na założeniu, że najlepszych informacji potrzebnych do wyceny przedsiębiorstwa dostarcza rynek finansowy [Roj 2012; Hill 2012: 25–33].

Tabela 1

## Przedsiębiorstwo w ujęciu zasobowym

| Zasoby bilansowe   | Zasoby niebilansowe   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ wartości niematerialne i prawne</li> <li>▪ rzeczowe aktywa trwałe</li> <li>▪ należności długoterminowe</li> <li>▪ inwestycje długoterminowe</li> <li>▪ długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</li> <li>▪ zapasy</li> <li>▪ należności krótkoterminowe</li> <li>▪ inwestycje krótkoterminowe</li> <li>▪ krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ odbiorcy</li> <li>▪ relacje z bankiem</li> <li>▪ klienci</li> <li>▪ dostawcy</li> <li>▪ reputacja</li> <li>▪ lokalizacja</li> <li>▪ wiedza i kompetencje pracowników</li> <li>▪ kultura organizacyjna</li> <li>▪ informacje</li> </ul> |

Źródło: Zadora [2005: 36].

Metody mnożnikowe są jednymi z najpowszechniej stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw w praktyce rynkowej. Ich istotę stanowi założenie, że rynek finansowy dostarcza najlepszych informacji na temat przedsiębiorstwa. Metody te są jednak dość specyficzne, dlatego ich stosowanie ograniczone jest pewnymi warunkami m. in.: stopniem dojrzałości rynku kapitałowego w danym kraju oraz specyfiką obiektu wyceny.

Pojęciem wartym szczególnego wyjaśnienia w temacie metod rynkowych jest mnożnik cenowy. Rozumiany jest jako parametr przedstawiający stosunek ceny, jaką inwestorzy płacą za jedną akcję danej firmy, do odpowiedniej wielkości ekonomicznej (w zależności od konkretnego mnożnika może być to, np.: wielkość sprzedaży, zysk netto, wartość księgową, itp.) przypadającej na tą akcję. Innymi słowy, mnożnik cenowy dostarcza informacji o tym, ile złotych inwestorzy są skłonni zapłacić za jedną złotówkę danej wielkości ekonomicznej, kupując akcje tej firmy [Roj 2012].

Ogólnie rzecz biorąc, obliczanie wartości przedsiębiorstwa za pomocą metod mnożnikowych odbywa się w oparciu o następującą formułę [Jaki 2004: 110–113].

$$W = WM \times z$$

gdzie:

- $W$  – wartość wycenianego przedsiębiorstwa,
- $WM$  – wartość mnożnika,
- $z$  – wartość zmiennej ewidencyjnej (inaczej: naturalna podstawa mnożnika), służącej jako baza porównań dla wartości rynkowej przedsiębiorstwa, będącej zarazem jedną z wielkości wykorzystywanych w konstrukcji mnożnika.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele rodzajów mnożników. W praktyce wyceny przedsiębiorstw najczęściej wykorzystuje się:

- mnożniki *Equity Value*, służące ustaleniu wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa, oparte zarówno na odpowiednich danych ze sprawozdań finansowych, jak i na różnych innych danych charakteryzujących przedsiębiorstwa z poszczególnych branż,
- mnożniki *Enterprise Value*, służące ustaleniu wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa, w których istotne jest założenie, że sposób finansowania jednostki gospodarczej nie powinien znacząco wpływać na jej wartość, ponieważ w każdym momencie można go zmienić,
- mnożniki sektorowe, stosowane tylko dla jednego, wybranego sektora gospodarki,
- mnożniki transakcyjne, nawiązujące do metody transakcji porównywalnych, czyli danych o ostatnio przeprowadzonych transakcjach kupna–sprzedaży [Szablewski i Tuzimek 2004: 200].

Na potrzeby niniejszego opracowania wybrano dwa mnożniki oparte na wartości rynkowej kapitału własnego oraz dwa bazujące na wycenie rynkowej całego przedsiębiorstwa. Do pierwszej grupy należą:

- wskaźnik  $C/Z$  (ang. *Price/Earnings ratio, P/E*), będący ilorazem ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa oraz jego rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję [Beccalli i Frantz 2011: 137–150],
- wskaźnik  $C/WK$  (ang. *Price/Book Value ratio, P/BV*), będący ilorazem ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa oraz jego wartości księgowej przypadającej na jedną akcję,

Wybrane mnożniki bazujące na wycenie rynkowej całego przedsiębiorstwa to:

- mnożnik  $EV/EBITDA$  (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), będący ilorazem sumy wartości rynko-

wej kapitału własnego i długu odsetkowego pomniejszonego o wolne środki pieniężne i ich ekwiwalenty, oraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{KR + Z + SP}{ZOWD + AWP}$$

gdzie:

- $KR$  – kapitalizacja rynkowa,
- $Z$  – zobowiązania oprocentowane,
- $SP$  – środki pieniężne i ich ekwiwalenty,
- $ZOWP$  – wartość zysku operacyjnego wycenianego przedsiębiorstwa,
- $AWP$  – amortyzacja wycenianego przedsiębiorstwa.

Natomiast wartość  $EV$  przedsiębiorstwa, przy zastosowaniu tego mnożnika, można określić w następujący sposób:

$$EVWP = \frac{EV}{ZO + A} * (ZOWP + AWP)$$

gdzie:

$EVWP$  – wartość *Enterprise Value* wycenianego przedsiębiorstwa.

▪ mnożnik  $EV/S$  (ang. *Enterprise Value/Sale*), będący stosunkiem sumy wartości rynkowej i długu odsetkowego pomniejszonej o wolne środki finansowe przedsiębiorstwa do sprzedaży; zapis matematyczny mnożnika przedstawia poniższe równanie [Roj 2012].

$$\frac{EV}{S} = \frac{KR + Z + SP}{S}$$

gdzie:

$S$  – sprzedaż.

Natomiast wartość  $EV$  przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu mnożnika  $EV/S$  można obliczyć zgodnie z poniższym wzorem:

$$EVWP = \frac{EV}{S} * SWP$$

gdzie:

- $EVWP$  – wartość *Enterprise Value* wycenianego przedsiębiorstwa,
- $SWP$  – sprzedaż wycenianego przedsiębiorstwa.

Zaznaczyć należy, że odniesienie się do kilku typowych mnożników rynkowych jest nieadekwatne do aktualnego obrotu spółkami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, ale wynika to z mocno ograniczonej dostępności do metodyki szerzej stosowanej w praktyce gospodarczej.

Podkreślić warto, iż istnieją również wskaźniki cenowe bazujące na danych charakterystycznych dla danej branży. Przykładowo, w przypadku firm deweloperskich jest to wielkość realizowanej powierzchni mieszkaniowej, a wśród elektrowni zainstalowane moce wytwórcze lub ilość produkowanej energii [Roj 2012].

### **3. DETERMINANTY WYBORU METODY WYCENY PRAZ PROCEDURA WYCENY METODĄ MNOŻNIKOWĄ**

Wybór metody wyceny przedsiębiorstwa zależy jest od:

- stanu majątku i kondycji finansowej,
- wartości prognozowanych przepływów pieniężnych,
- pozycji przedsiębiorstwa na rynku (udział w rynku, pozycja marketingowa, reputacja, faza życia, kwalifikacje kadry zarządzającej, zagrożenie przez konkurencję),
- poziomu ryzyka związanego z danym przedsiębiorstwem (uzależnionego od stabilności sytuacji gospodarczej, fazy cyklu koniunkturalnego, inflacji, regulacji prawnych, czynników politycznych) [Nowak 2010: 93].

Metody mnożnikowe najczęściej mają zastosowanie w wycenach firm usługowych (konsultingowych, adwokackich, medycznych, itp.). Często stosowane są również przez banki dla określenia wartości zastawu [Borowiecki 1997: 41] [Zabłocka 1997: 25].

Procedura wyceny metodą mnożnikową składa się z następujących etapów:

- 1) wybór mnożników wykorzystywanych w wycenie,
- 2) wybór grupy porównawczej spółek, dla których znane są wartości rynkowe użytych w wycenie mnożników – w praktyce musi to być maksymalnie liczebna grupa porównywalnych spółek, działających w tej samej branży, a jednocześnie maksymalnie podobna do wycenianego przedsiębiorstwa,
- 3) wyznaczenie mnożników dla grupy porównawczej oraz ich uśrednienie – oblicza się wartości poszczególnych mnożników dla każdej ze spółek wchodzących w skład grupy porównawczej w oparciu o dane giełdowe; do wyznaczenia średnich mnożników stosuje się średnią arytmetyczną lub medianę (mniej wrażliwą na wartości skrajne),
- 4) obliczenie wartości wycenianego przedsiębiorstwa,
- 5) korekta wartości o dyskonta i premie.

Czynnikami decydującymi o doborze właściwego mnożnika są: cel sporządzonej wyceny, charakter i zakres wykorzystywania jej wyników oraz rodzaj działalności prowadzonej przez wyceniane przedsiębiorstwo [Jaki 2004: 113–114].

Korekta o dyskonto braku płynności wynika z faktu, że wskaźniki przyjęte do wyceny prezentują wartość płynnych papierów wartościowych, czyli takich, które są przedmiotem obrotu na regulowanym rynku kapitałowym. Konieczność jej uwzględnienia wynika z faktu, że inwestorzy są skłonni zapłacić więcej za aktywa płynne, a mniej za mniej płynne, zatem brak rozróżnienia aktywów pod względem płynności może znacząco zawyżyć wycenę przedsiębiorstwa. Badania przeprowadzone przez PwC wykazały, że przeciętna wysokość dyskonta za brak płynności w Polsce kształtuje się na poziomie około 15% [List 2006]. W praktyce jednak stosuje się wyniki badań przeprowadzonych przez SEC (*Securities and Exchange Commission*) dla NYSE (*New York Stock Exchange*) oraz OTC (*Over-the-Counter Market*), wskazujące, że wspomniane dyskonto przeciętnie wynosi od 20% do 25% [Roj 2012].

Korekta o premię za kontrolę dotyczy przypadku przejęcia kontrolnego pakietu akcji lub udziałów spółki, co umożliwia uzyskać wpływ na kluczowe decyzje w przedsiębiorstwie [Roj 2012]. W Polsce, według analiz przeprowadzonych przez Obszar Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK, premie kształtują się nieco niżej – od 10% do 20% [Roj 2012].

#### **4. PREZENTACJA ZASTOSOWANIA METOD MNOŻNIKOWYCH WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE FIKCYJNEJ SPÓŁKI ABC**

Dane finansowe Spółki ABC zostały przedstawione w tab. 4. Podmiot działa w sektorze energetycznym, a przedmiotem działalności według EKD jest wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej. Wycena zostaje sporządzona na potrzebę negocjacji ceny sprzedaży akcji. Ze względu na cel wyceny oraz uwzględniając sytuację ekonomiczno-finansową Spółki ABC, a także branżę, w której działa i jej perspektywy rozwojowe, najbardziej właściwą metodą wyceny jest metoda rynkowa (mnożnikowa).

Grupę porównawczą tworzą wybrane spółki notowane na GPW w Warszawie w sektorze giełdowym „energetyka”. Są to: Enea SA, Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja SA, Elektrociepłownia Będzin SA, Polish Energy Partners SA oraz CEZ.

W tab. 2 zaprezentowano dane finansowe spółek wchodzących w skład grupy porównawczej, pochodzące ze sprawozdań finansowych i raportów za 2012 r. Kursy przyjęte do wyznaczenia kapitalizacji odsetek oraz wartości *Enterprise Value* to kursy zamknięcia sesji giełdowej w dniu wyceny.

Tabela 2

Dane finansowe grupy porównawczej za 2012 r.

| Dane w tys.<br>PLN                 | Enea         | Kogeneracja | EC Będzin | PEP        | CEZ          |
|------------------------------------|--------------|-------------|-----------|------------|--------------|
| Sprzedaż                           | 10 096 032   | 1 111 311   | 155 076   | 131 768    | 35 060 485   |
| Zysk netto                         | 711 609      | 92 523      | 10 256    | 93 350     | 6 752 927    |
| Zysk operacyjny                    | 846 547      | 135 592     | 11 640    | 17 139     | 9 442 753    |
| Amortyzacja                        | 749 737      | 100 586     | 12 879    | 28 609     | 5 111 354    |
| Zysk operacyjny<br>+ amortyzacja   | 1 596 284    | 236 178     | 24 519    | 45 748     | 14 554 107   |
| Kapitał własny                     | 10 915 567   | 1 113 947   | 88 711    | 510 500    | 40 788 305   |
| Zobowiązania<br>oprocento-<br>wane | 1 448        | 730 194     | 22 418    | 325 427    | 12 640       |
| Gotówka<br>i ekwiwalenty           | 1 096        | 11 069      | 18 128    | 263 239    | 1 437        |
| Liczba akcji<br>(w szt.)           | 441 442 578  | 14 900 000  | 3 149 200 | 21 313 967 | 537 989 759  |
| Cena akcji<br>(PLN)                | 15,80        | 86,00       | 25,90     | 28,70      | 110,00       |
| Kapitalizacja<br>rynkowa           | 6 974 793    | 1 281 400   | 81 564    | 611 711    | 59 178 873   |
| Wartość księ-<br>gowa              | 10 915 550,6 | 1 113 953,8 | 88 709,8  | 510 490,8  | 40 788 833,4 |
| <i>Enterprise Value</i>            | 6 977 337    | 2 022 663   | 122 110   | 1 200 377  | 59 192 950   |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl) oraz [www.gpw.pieniazd.pl](http://www.gpw.pieniazd.pl).

Na podstawie kapitalizacji rynkowej spółek grupy porównawczej z dnia wyceny oraz przy wykorzystaniu danych finansowych za 2012 r., obliczono mnożniki zaprezentowane w tab. 3. Poszczególne mnożniki wyznaczono poprzez podzielenie wartości *Enterprise Value* przez określone wielkości ekonomiczne pochodzące ze sprawozdań finansowych. Mnożniki zostały uśrednione za pomocą mediany.

Wycena spółki ABC z wykorzystaniem metody mnożnikowej polega na przemnożeniu jej odpowiednich danych finansowych z roku 2012 przez odpowiadające im mediany mnożników wartości. Uzyskane w ten sposób szacunki wartości zostaną uśrednione przy zastosowaniu zwykłej średniej arytmetycznej. Wyniki wykonanych obliczeń zaprezentowano w tab. 4.

Zastosowanie dyskonta braku płynności jest w pełni uzasadnione w przypadku Spółki ABC, ponieważ przedsiębiorstwo nie jest notowane na rynku publicznym. Konsekwencją tej sytuacji jest fakt, że zakup Spółki jest inwestycją o znacznie niższym poziomie płynności od inwestycji w akcje spółek giełdo-



wych. W prezentowanej wycenie, kierując się zasadą ostrożnej wyceny oraz wspomnianymi wcześniej wynikami badań PwC, przyjęto dyskonto braku płynności na poziomie 15%. Powołując się na wyniki analiz Banku Zachodniego WBK, na potrzeby niniejszej wyceny założono premię za kontrolę na poziomie 10%. Szacowane wartości dyskonta braku płynności oraz premii za kontrolę oraz ich wpływ na wartość wycenianej Spółki ABC przedstawiono w tab. 5.

Tabela 3

Mnożniki grupy porównawczej i ich mediany dla danych za 2012 r.

| Mnożnik          | Enea  | Kogeneracja | EC Będzin | PEP   | CEZ  | Mediana mnożnika |
|------------------|-------|-------------|-----------|-------|------|------------------|
| <i>C/Z</i>       | 13,59 | 13,85       | 7,95      | 6,55  | 8,76 | 8,76             |
| <i>C/WK</i>      | 0,62  | 1,15        | 0,92      | 1,20  | 1,45 | 1,15             |
| <i>EV/S</i>      | 0,69  | 1,82        | 0,79      | 9,11  | 1,69 | 1,69             |
| <i>EV/EBITDA</i> | 4,37  | 8,56        | 4,98      | 26,24 | 4,08 | 4,98             |

Źródło: jak do tab. 2.

Tabela 4

Wycena mnożnikowa Spółki ABC

| Dane w tys. PLN               | ABC       | Mnożnik          | Mediana mnożnika | Wycena     |
|-------------------------------|-----------|------------------|------------------|------------|
| Zysk netto                    | 400 000   | <i>C/Z</i>       | 8,76             | 3 504 000  |
| Kapitał własny                | 3 500 000 | <i>C/WK</i>      | 1,15             | 4 025 000  |
| Sprzedaż                      | 3 000 000 | <i>EV/S</i>      | 1,69             | 5 070 000  |
| Zysk operacyjny + amortyzacja | 700 000   | <i>EV/EBITDA</i> | 4,98             | 3 486 000  |
| Wycena średnia                |           |                  |                  | 16 085 000 |

Źródło: jak do tab. 2.

Tabela 5

Wartość Spółki ABC z uwzględnieniem dyskonta braku płynności i premii za kontrolę

| Lp. | Wyszczególnienie  | tys. PLN   |
|-----|---|------------|
| 1.  | Wartość Spółki na dzień wyceny przed uwzględnieniem dyskonta i premii     | 16 085 000 |
| 2.  | Wartość dyskonta braku płynności (15%)                                    | 4 021 250  |
| 3.  | Wartość premii za kontrolę (10%)  | 1 608 500  |
| 4.  | Wartość Spółki na dzień wyceny z uwzględnieniem dyskonta i premii (1-2+3) | 13 672 250 |

Źródło: jak do tab. 2.

Wartość Spółki ABC oszacowana metodą mnożnikową w oparciu o metodykę wyceny przedstawioną w poprzednich rozdziałach, przy wykorzystaniu danych finansowych Spółki oraz danych i mnożników grupy porównawczej, po korekcie o dyskonto braku płynności i premię za kontrolę, wyniosła ponad 13,6 mld PLN. Warto wskazać, iż jest ona o ponad 2,4 mld PLN niższa od wartości szacowanej przed uwzględnieniem korekty o dyskonto braku płynności oraz o premię za kontrolę.

## 5. PODSUMOWANIE

Prezentacja praktycznego zastosowania metody porównań rynkowych, jako jednej z rynkowych metod wyceny przedsiębiorstw, uwypukla jej liczne niedoskonałości. Mnożniki zastosowane w wycenie mogą być wybrane w sposób arbitralny przez osobę dokonującą wyceny. Dowolnie mogą również zostać wybrane spółki tworzące grupę porównawczą, których poszczególne wskaźniki w sposób istotny determinują ostateczny wynik wyceny. Istnieje także dowolność w wyborze metody uśredniania mnożników grupy porównawczej. Na potrzeby dokonanej analizy zastosowana została mediana, ale równie można posłużyć się np. średnią arytmetyczną lub średnią ważoną. O subiektywności w zaprezentowanej metodyce wyceny przedsiębiorstw może świadczyć także przyjmowany poziom korekt z tytułu braku płynności oraz premii za kontrolę. Wszystkie wymienione czynniki istotnie determinują wartość wycenianego przedsiębiorstwa.

Przedstawione niedoskonałości w metodyce wyceny metodą porównań rynkowych mogą być dowodem na słuszność postawionej hipotezy. Rezultaty przeprowadzanych wycen przedsiębiorstw mogą różnić się od siebie w dość dużym stopniu ze względu na dowolność i subiektywność doboru danych wejściowych oraz brak spójności w szacowaniu parametrów. Niezwykle ważnym czynnikiem w procesie wyceny jest odpowiedni dobór metody, która uwarunkowana jest nie tylko celem wyceny i sytuacją ekonomiczno-finansową wycenianego podmiotu, ale przede wszystkim rodzajem jego działalności gospodarczej. Odpowiednie określenie kondycji finansowej firmy oraz zaklasyfikowanie jej do właściwej gałęzi gospodarki również może być źródłem różnic, w zależności od osoby przeprowadzającej wycenę oraz dostępności informacji. Dodatkowo należy wspomnieć, że każda branża charakteryzuje się pewną specyfiką, która ma duży wpływ na kierunki analizy ryzyka, układ planu finansowego oraz wiele innych elementów, determinujących proces wyceny.

Z powodu tak licznych niedoskonałości w metodach wyceny przedsiębiorstw mamy obecnie do czynienia z kryzysem zaufania do możliwości prawidłowej i godziwej wyceny przedsiębiorstwa. W celu ich niwelowania należy

dążyć do wypracowania spójnej metodyki szacowania podstawowych parametrów służących wycenie, oraz stworzenia i upowszechnienia kompleksowych metod wyceny, ujmujących swym zasięgiem większy obszar przedsiębiorstwa (majątek, dochód, kapitał ludzki, stopień rozwoju branży, itp.). Być może konieczne będzie wdrożenie pewnych regulacji prawnych. Na rozwój tej gałęzi nauki finansów wpłynie także upowszechnienie wiedzy w zakresie wyceny przedsiębiorstw, w szczególności na temat metod wyceny stosowanych w praktyce gospodarczej dość powszechnie, a które nie są zbyt szeroko opisane w literaturze przedmiotu, a przez to niemal niedostępne dla studentów i młodych przedsiębiorców i ekonomistów. Współczesne realia gospodarcze, związane z dużą dynamiką zmian, będą przedmiotem dalszych badań i studiów, co z pewnością stanie się impulsem do dalszego rozwoju i doskonalenia metod wyceny przedsiębiorstw.

Warto zauważyć, że praktyka wyceny przedsiębiorstw w Polsce różni się w pewnym stopniu od poziomu zaawansowania prezentowanego przez kraje o bardziej ugruntowanych tradycjach wyceny, np. USA, Francja, Wielka Brytania, Włochy, Niemcy. Wspomniany stopień zaawansowania dotyczy większej świadomości w temacie metod wyceny, dzięki której rozwinęła się nowa koncepcja zarządzania – zarządzanie strategiczne oparte na wartości (VBSM – *Value Based Strategic Management*) [Zarzecki 1999: 365]. To właśnie odpowiednio zaplanowana strategia oraz skuteczna jej realizacja jest kluczem do osiągnięcia sukcesu przedsiębiorstwa na rynku.

## BIBLIOGRAFIA

- Beccalli E., Frantz P., 2011, *Valuation and securities analysis*, Undergraduate Study in Economics, Management, Finance and the Social Sciences, The London School of Economics and Political Science, London.
- Borowiecki R. (red.), 1997, *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw. Tom 2. Metody wyceny przedsiębiorstw i przykłady ich zastosowania*, TWIGGER, Warszawa.
- Estimating Illiquidity Discounts* – New York University Stern School of Business. Źródło: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/illiquiddic.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/illiquiddic.htm) [data dostępu: 28.07.2013].
- Fernandez P., 2004, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, IESE Business School, University of Navara, Barcelona.
- Higgins R. C., 1989, *Analysis for Financial Management*, IRWIN, Homewood.
- Hill R. A., 2012, *Company valuation and takeover: Part II*, Ventus Publishing ApS, London.
- Jaki A., 2004, *Wycena przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Kodeks cywilny – ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r.*, DzU 1964, nr 16, poz. 93 ze zm.
- List PwC Polska Sp. z o.o., Rekomendacja dotycząca parytetu wymiany*, załącznik nr 6, s. 9, Warszawa 2006. Źródło: <http://www.zrew.com.pl/raporty-files/Rekomendacja%20dot.parytetu%20wymiany.pdf> [data dostępu: 28.07.2013].
- Michalski M., 2001, *Zarządzanie przez wartość. Finanse i Przedsiębiorstwo*, Warszawa.

- Miciuła I., 2012, *Metody wyceny przedsiębiorstw jako mierniki efektywności gospodarowania*, [w:] T. Dudycz, G. Obsert-Pociecha, B. Brycz (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 261, Wrocław.
- Fabozzi F. J., Peterson P. P., 2003, *Finacial management & analysis*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.
- Nowak M., 2010, *Wycena przedsiębiorstw*, Centrum Edukacji Ekspert, Warszawa.
- Roj M., 2012, *Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą rynkową – między teorią a praktyką*, Grupa Gumułka Audyt Sp. z o. o., wykład ekspercki przeprowadzony na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach w dniu 27.03.2012 r.
- Roj M., 2012, *Case study – Wycena przedsiębiorstwa metodą rynkową*, Grupa Gumułka Audyt Sp. z o. o., wykład ekspercki przeprowadzony na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach w dniu 27.03.2012 r.
- Steiger F., 2008, *The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods*, Seminar Paper, European Business School, Cambridge.
- Szablewski A., Tuzimek R. (red.), 2004, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Szablewski W. (red.), 2003, *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Zadora H., 2005, *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- Zarzecki D., 1999, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

Patrik Dunal

## RYNKOWE METODY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Przedsiębiorstwo jest szczególną formą inwestycji. Ważność wyceny przedsiębiorstwa polega na tym, że pozwala oszacować wartość przedsiębiorstwa, a zatem kontrolować osiągnięcie podstawowego celu finansowego spółek kapitałowych, jakim jest jej maksymalizacja. Rosnące potrzeby informacyjne doprowadziły do rozwoju wielu metod, wśród których najważniejszym podziałem jest rozróżnienie na metody rynkowe i nierynkowe. Celem niniejszej publikacji jest przedstawienie metody porównań rynkowych, jako jednej z rynkowych metod wyceny przedsiębiorstw, w celu zweryfikowania hipotezy o istnieniu stosunkowo dużej subiektywności w stosowanej powszechnie procedurze, która może prowadzić do rozbieżności w końcowych wynikach. Procedura wyceny metodą porównań rynkowych składa się z kilku etapów: wybór mnożników, wybór grupy porównawczej, wyznaczenie mnożników dla grupy porównawczej i ich uśrednienie, obliczenie wartości wycenianego przedsiębiorstwa, oraz dokonanie korekty o dyskonto i premie. Zaprezentowanie tej metodyki ma na celu uwypuklenie pewnych niedoskonałości, co może być jednym z dowodów na słuszność postawionej hipotezy – rezultaty przeprowadzanych wycen przedsiębiorstw ciągle różnią się od siebie w dość dużym stopniu ze względu na dowolność i subiektywność doboru danych wejściowych oraz brak spójności w szacowaniu parametrów. Poruszenie zagadnienia rynkowych metod wyceny jest impulsem do dyskusji na temat wyceny przedsiębiorstw, która powinna poprowadzić do pożądanego ujednoczenia metodyki szacowania podstawowych parametrów służących wycenie, co niewątpliwie będzie stanowiło wartość dodaną dla nauk o finansach i zarządzaniu.

## THE COMPANY VALUATION MARKET METHODS

The company is a special form of investment. The validity of company valuation is a fact, that it allows to estimate the company value, and thus control the achievement of the basic objective of companies, which is the maximization of company value. Growing information needs led to the development of many methods, among which the most important division is the distinction between market and non-market methods. The purpose of this paper is to present market valuation methods to verify the hypothesis of the existence of a board subjectivity in commonly used procedure, which could lead to discrepancies in the final results. Procedure of market valuation consists of several steps: the selection of multipliers, the choice of the comparison group, the designation of the multipliers for the comparison group and their averaging, the calculation of the value measured at the company, and the adjustment of discount and bonuses. The presentation of this methodology should emphasize certain imperfections, and may be a proof of the validity of the hypothesis – the results carried out valuations of companies still differ from each other in a fairly large extent due to the arbitrariness and subjectivity of the selection of input data and the lack of consistency in the estimation of parameters. Moving the issue of market valuation methods is the impulse to discuss the valuation of companies, which in the future would lead to desired harmonize the methodology for estimating the basic parameters for the valuation, which undoubtedly will be an added value to the science of finance and management.